



学校编码: 10384

学号: 17920061151522

分类号_____密级_____

UDC_____

廈門大學

碩 士 學 位 論 文

我国开放式股票型基金业绩评价实证研究

An Empirically Study on The Performance of Chinese
Open-End Equity Funds

林其敏

指导教师姓名: 屈文洲 教授

专 业 名 称: 工商管理 (MBA)

论文提交时间: 2008 年 4 月

论文答辩日期: 2008 年 月

学位授予日期: 年 月

答辩委员会主席_____

评 阅 人_____

2008 年 4 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

论文摘要

本文选取了 2004 年 7 月 1 日至 2005 年 9 月 5 日设立的 28 只股票型基金，对其业绩进行实证研究，以为选取适合我国国情的评价模型提供依据。实证研究的内容包括基金业绩衡量和基金业绩归因分解两部分。

在基金业绩衡量的实证研究中，发现这 28 只基金没有一只基金的投资组合做到完全多样化。通过采用夏普指数和绍坦诺比率对这 28 只基金的业绩进行排名，采用斯皮尔曼等级相关系数检验后发现，二者的排名高度一致。通过把各个基金的夏普指数与相应的市场组合夏普指数对比，本文发现共有 14 只基金获得了超过市场组合的风险调整收益。

对基金业绩归因分解的研究主要采用时机选择模型进行研究。本文采用的主要时机选择模型为 CAPM-TM、CAPM-HM、CAPM-GII、FF-TM、FF-HM 和 FF-GII 六个模型，评价周期采用日、周和月度数据，其中对 GII 模型，只采用周和月的数据进行实证研究。在回归中，本文采用了 DW 统计量判断自相关，采用杜宾两步法解决自相关问题。

根据对 16 个方程共 448 个回归结果的分析后发现：采用日频率数据，这 28 只基金整体上表现出正向的时机选择能力，而采用周和月频率数据后，整体上却表现出负向的时机选择能力。另外，所有方程时机选择系数能通过显著性检验的个数在 50% 以下，这说明有相当多的基金不具备时机选择能力。

在市场无效性的前提下，以各方程的判定系数最大化为原则，本文发现，CAPM-HM 模型是较为适合国情的时机选择评价模型；在解决了时间序列自相关后，采用各基金的日频率数据是各模型最佳的评价周期。

针对 HM 模型的回归结果在系数负相关时有可能给出虚假的时机选择判断结果的缺陷，本文发现以夏普指数给出的实证结果为参照，能够有效提高 HM 模型结论的正确性。

关键词： 业绩衡量 时机选择 CAPM-HM 模型

厦门大学博硕士论文摘要库

ABSTRACT

This paper is an empirical research on the performance of Chinese open-end equity funds. The purpose of this paper is to provide a reference for selecting the most suitable evaluation model for open-end funds. Twenty-eight equity funds that established during July 1, 2004 to September 5, 2005 have been selected for the empirical research. Empirical studies include fund performance measurement and fund performance attribution decomposition.

Through fund performance measurement, This paper found that none of the fund's investment is the full diversification portfolio. The performance of 28 funds are ranked by the use of Sharpe Index and Sortino Ratio, then the rank order is tested by Spearman rank correlation coefficient tests, we found that the order of the two index is highly consistency.

Each fund's Sharp Index is compared with the corresponding Sharpe Index of the market portfolio, the paper found that a total of 14 funds have done outperform the market portfolio after risk-adjusted return.

In this paper, we use timing model mainly for the research of the fund performance due to decomposition. The main models used in this paper includes CAPM-TM, CAPM-HM, CAPM-GII, FF-TM, FF-HM and FF-GII six models, and we use daily, weekly and monthly data as the evaluation cycle. In order to detect the potential serial correlation, we use DW statistics to judge and then use Durbin Two-step method to solve the relevant issues.

The analysis based on a total of 448 results after regression demonstrated that, on the whole, 28 funds has shown positive timing ability when using daily data, and has shown negative timing ability when using weekly and monthly data. In addition, the percentage that the timing coefficient can pass the significant test on the 5 percent level is below 50 percent, indicating that a considerable number of funds do not have the timing ability.

Under the premise of the weak form efficient of Chinese stock market and the principle that maximum coefficient of determination, We found that, CAPM-HM

model is more suitable evaluation model in timing research for the current condition, and the daily data is the best for the evaluation cycle after solving the relevant time serial correlation.

Key Words: Evaluation Performance, Timing, CAPM-HM Model

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

第一章 序言	1
第一节 选题背景及意义	1
第二节 本文实证研究内容的界定	2
第三节 研究方法和研究框架	4
第二章 常见的基金业绩衡量方法	6
第一节 风险调整收益计量指标评述	6
第二节 多因素詹森指数模型	13
第三节 国内外有关风险调整收益计量指标的实证研究	14
第三章 业绩归因分解理论和时机选择模型	17
第一节 法玛的业绩归因分解	17
第二节 主要的时机选择模型及实证研究结论	19
第三节 国内实证研究结论	26
第四章 实证研究设计和数据	31
第一节 实证设计和模型选取	31
第二节 数据	32
第五章 实证研究结果及分析	36
第一节 风险调整收益模型实证结果分析	36
第二节 28 只基金的时机选择能力分析	39
第三节 对时机选择实证结果有影响的因素	41
第六章 结论、局限性和建议	49
第一节 结论	49
第二节 局限性和建议	50

参考文献	51
附录	55
附录一、28 只基金基本概况	55
附录二、日、周和月收益率数据描述性分析	56
附录三、风险调整收益指标汇总	59
附录四、詹森模型回归结果	60
附录五、不同频率数据下各时机选择模型回归结果	61
致谢辞	77

Contents

Chapter1 Preface	1
Section1 Background and Significance-----	1
Section2 Defination of Research Content -----	2
Section3 Method and Framework of the Research-----	4
Chapter2 Popular Evaluation Method of Fund's Performance	6
Section1 Narration of Risk-adjusted measurement -----	6
Section2 Multi-Factor Jensen Model -----	13
Section3 Conclusion of Domestic and Abroad empirical research on Risk-adjusted Measurement -----	14
Chapter3 Decomposition of Performance Attribution Theory and Timing Models	17
Section1 Fama's Conclusion on Decomposition of Performance Attribution -----	17
Section2 The mainly Timing Models and Abroad Empirical Research Conclusion -----	19
Section3 Domestic Empirical Research Conclusion-----	26
Chapter4 The Empirical Research Design and Data	31
Section1 The Empirical Research Design and Models Selection-----	31
Section2 Data -----	32
Chapter5 The Empirical Research Results and Analysis	36
Section1 Analysis of Risk-adjusted Measurement Results -----	36
Section2 Analysis of Timing Ability of 28 Funds -----	39
Section3 Factors Impact the Results of the Empirical Research-----	41
Chapter6 Conclusion,Limitation and Advice.....	49
Section1 Conclusion -----	49
Section2 Limitation and Advice-----	50
Reference	51
Appendix.....	55
Appendix1 Overview of 28 Funds -----	55

Appendix2 Descriptive Statistics Analysis of Daily,Weekly and Monthly Yield -----	56
Appendix3 Summary Indicators of Risk-adjusted Measurement -----	59
Appendix4 The Regression Results of Jensen Model -----	60
Appendix5 The Regression Results of Timing Models -----	61
Acknowledgment.....	77

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 序言

第一节 选题背景及意义

长期以来,以中、小散户为主的投资主体是影响我国证券市场稳定和健康发展的重大问题。在借鉴美国等发达国家成熟市场的经验后,国家有关部门从1997年起,开始发展机构投资者,希冀通过提高机构投资者的比例,以达到稳定市场的目的。

经过几年的探索,发展的思路 and 方向逐渐清晰。随着2000年10月《开放式证券投资基金试点办法》,2003年10月《中华人民共和国投资基金法》和2004年7月1日《证券投资基金运作管理办法》的相继颁布实施,为开放式基金的大发展奠定了坚实的法律基础。

2005年9月5日的全面股改,吹响了牛市的集结号,也宣告了我国开放式基金迎来了发展的黄金时期,随着股市行情不断走高,财富效应吸引了大批投资者投资于基金,我国的基金业发生了质的变化。

据《中国证券投资基金统计年鉴》数据表明:2005年底,我国的开放式基金只有164只,2006年则劲增到254只,到2007年年底,我国共有基金344只,其中313只为开放式基金,占有基金总数的92%,基金资产净值总计达3.2万亿元,占到股市总流通市值的27.26%,开放式基金已经成为证券市场主要的机构投资者。

开放式股票型基金市场份额也发生了巨大的变化,2005年开放式股票型基金的份额只有10.88%,2006年则飙升到43.48%,2007年则超过了80%,开放式股票型基金已经成为基金的主流品种。

与此同时,基金持有人的数量和构成发生了深刻的改变,2006年底,开放式基金持有人数量共有1173.27万户,到2007年底,持有人数量则达到了惊人的1.1亿户;2006年,机构投资者持有基金的比例为28.1%,到2007年,这个比例则降低到不足7%,而个人持有开放式股票型基金份额的比例则高达94.55%,个人投资者已经成为开放式股票型基金的主要投资者。

在这样的背景下,采用适合国情的各种评价模型对开放式股票型基金的业

绩进行客观公正的评价，在理论上和实践上都具有重大的意义。

从理论上讲，基金业绩评价是现代金融投资理论的一个重要应用分支。一方面，基金业绩评价的许多指标和评估模型都是建立在CAPM和APT等现代投资理论基础上的。另一方面，考虑费用和不考虑费用情况下衡量基金业绩是否能够获得超额收益其实是对Fama（1970）有效市场假说、Grossman和Stiglitz（1980）改进的有效市场假说的检验。

从实践上看，我国基金业绩评价尚处于起步阶段，找到适合国情的客观公正的评价方法对整个基金行业、监管当局、基金管理公司和投资者都有现实的指导意义。

（1）对基金行业来说，通过客观公正的业绩评价对基金进行科学的评级，不仅有助于基金管理公司之间的竞争，也有利于基金业的优胜劣汰，提高基金业的效率。

（2）对监管当局来讲，客观公正的业绩评价不仅有助于他们了解整个基金行业的业绩状况，也有助于他们审视发展证券投资基金的决策是否起到了稳定市场，倡导理性投资理念的作用。同时也为监管者后续的决策提供事实依据。

（3）对基金管理公司来说，业绩评价能够帮助他们了解旗下管理的每只基金的风险和收益状况，而且评价的结果可以直接作为考核基金经理的主要指标之一，也可作为基金公司聘用基金经理的主要依据。

（4）对投资者来讲，客观公正的业绩评价可以为他们购买基金提供科学的决策依据。基于多指标的业绩评价能够帮助投资者辨别不同基金的收益、风险情况，使他们能够从众多的基金中依据自己的风险偏好准确选择适合自己需求的产品或产品组合，从而做出正确的投资决策。

第二节 本文实证研究内容的界定

基金业绩评价实质是对投资组合业绩进行评价。该领域的最早的研究可以追溯到Friend、Brown、Herman 和Vickers（1962）为美国证监会（SEC）提供的报告^①。

经过近半个世纪的发展，投资组合业绩评价逐渐形成理论体系。王瑞琨（2003）

^①Friend, I., F. Brown, E. Herman and D. Vickers, 1962, A study of mutual funds, U.S. Securities and Exchange Commission.

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库